

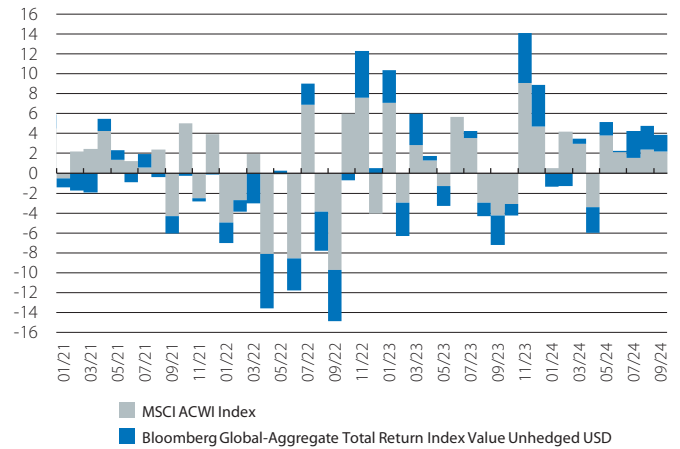
## Ventos favoráveis diversificados apoiam a apetência pelo risco de investimento no mês de setembro

**Setembro terminou um 3T de ganhos generalizados nos mercados.** Durante este mês, os investidores conseguiram finalmente ultrapassar a correção brusca e repentina do início de agosto, graças a vários ventos favoráveis que permitiram ganhos generalizados na maioria dos mercados e ativos (setembro foi o quinto mês consecutivo de ganhos simultâneos nas ações e obrigações globais). O primeiro foi a trajetória de cortes de taxas que, depois de a Fed ter reduzido as taxas em 50 p.b. em setembro, a grande maioria dos bancos centrais dos mercados desenvolvidos seguiu definitivamente, num contexto em que, de ambos os lados do Atlântico, a desinflação progride e os mercados de trabalho continuam resilientes, dada a fase avançada do ciclo. A queda do preço do crude ao longo de setembro foi um segundo suporte, causado tanto pela fraca procura chinesa como por uma Arábia Saudita que está a considerar uma mudança de estratégia e o aumento da produção para ganhar quota de mercado a partir de dezembro. A escalada das tensões no Médio Oriente, no entanto, inverteu esta tendência e constituiu um obstáculo para o mercado no início de outubro. Finalmente, os grandes estímulos monetários e orçamentais deram um forte impulso tanto ao mercado bolsista chinês (que tinha acumulado um dos piores desempenhos do ano) como à dos países mais expostos, como a Zona Euro e a Austrália.

**Os cortes dos bancos centrais prolongaram as descidas das taxas de juro.** A descida das taxas de juro pela Fed em 50 p.b. na reunião de setembro, quando também confirmou a sua mudança de foco dos riscos inflacionistas para a sustentação do mercado de trabalho, aumentou as expetativas dos investidores de cortes rápidos e vigorosos das taxas pelos principais bancos centrais e induziu uma queda acentuada das taxas do mercado monetário. No caso do BCE, as implícitas no mercado passaram de um desconto em agosto de uma taxa *Depo* de 2% no 1T 2026 para uma expetativa, no final de setembro, de que a taxa *Depo* atingiria 1,75% já em setembro de 2025. Para a Fed, o ajustamento foi semelhante em termos de magnitude, passando de um nível de chegada de 3% no final de agosto para 2,75% no final de setembro, embora fosse mais prolongado. Tais níveis de chegada da taxa de intervenção seriam inferiores ao que o consenso dos analistas considera atualmente como níveis neutros. Contudo, a situação é volátil e o invulgarmente dinâmico mercado de trabalho dos EUA em setembro desencadeou uma nova revisão das expetativas.

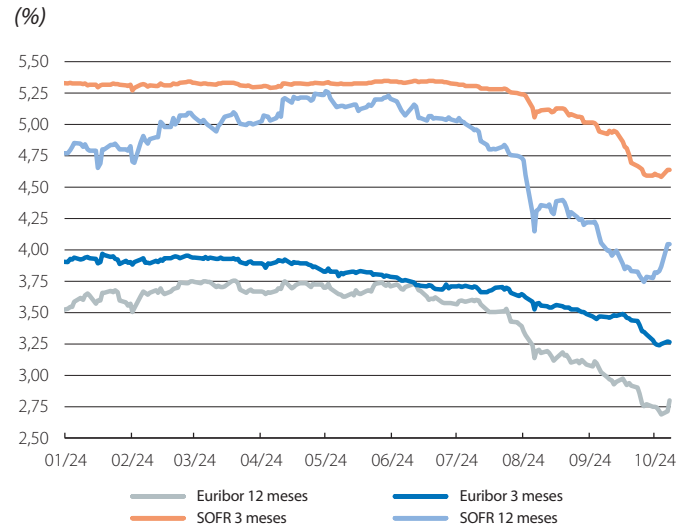
**Descida das yields das obrigações soberanas e subida das inclinações.** No mês de setembro, as *yields* das obrigações soberanas também caíram de modo generalizado em ambos os lados do Atlântico (embora de forma mais acentuada para os títulos de referência de mais curto prazo e com a inclinação da curva a aumentar), fechando um trimestre de ganhos para os investidores. No que respeita à Zona Euro, é de salientar o aumento do prémio de risco francês, num contexto de redução dos *spreads* periféricos. O fraco desempenho da dívida francesa ocorreu num mês de transição política, durante o qual o novo governo reconheceu gradualmente a magnitude do problema orçamental. Esta situação, aliada a vários rumores e notícias sobre cortes e reformas para fazer face ao défice – que, segundo o ministro das Finanças, pode ultrapassar 6% do PIB –, fez com que o prémio de

### Desempenho mensal das rendas fixas e variáveis globais (%)



Fonte: BPI Research, a partir dos dados da Bloomberg.

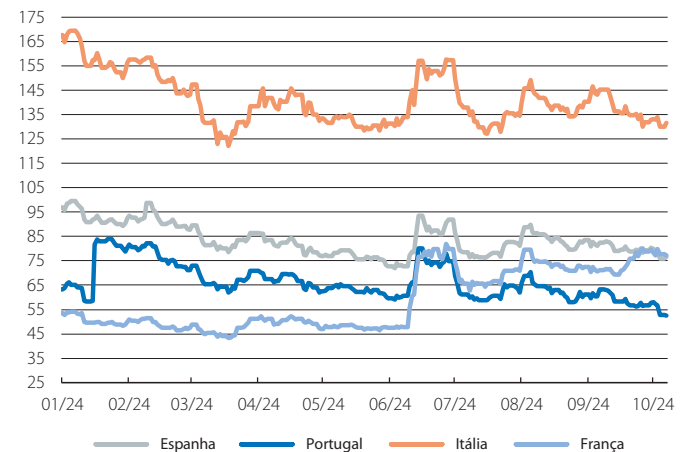
### Taxas de juro interbancárias (%)



Fonte: BPI Research, a partir dos dados da Bloomberg.

### Prémios de risco da periferia da Zona Euro

Diferença nas taxas de rendibilidade das obrigações soberanas a 10 anos em relação à referência alemã (p. b.)



Fonte: BPI Research, a partir dos dados da Bloomberg.

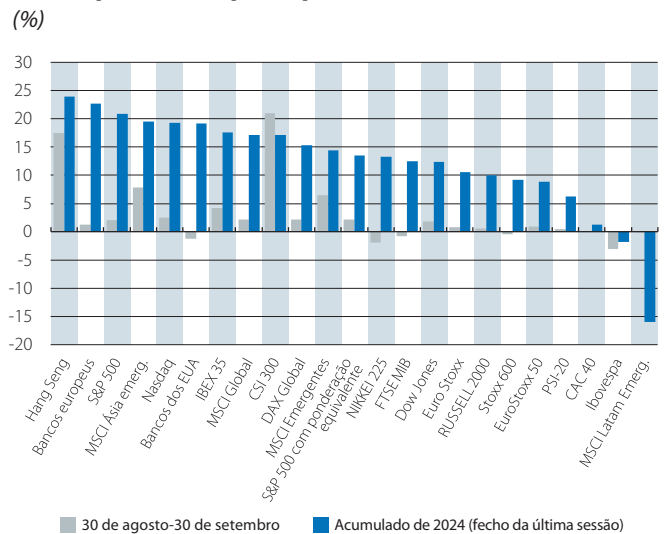
risco francês subisse ligeiramente acima do espanhol pela primeira vez desde 2007.

**Fortes subidas na maioria das bolsas mundiais.** Estas foram induzidas tanto pela queda das taxas sem risco como pelas medidas de estímulo monetário e fiscal anunciadas pelas autoridades chinesas para apoiar o setor imobiliário e uma recuperação econômica geral. A divulgação das medidas despoletou fortes ganhos nos principais índices do país e em Hong Kong, que, no ano anterior a setembro, se encontravam entre os piores desempenhos do mundo. Os mercados bolsistas europeus, com uma grande percentagem de empresas muito expostas à China (nomeadamente as do setor do luxo, muito numeroso na Europa), também foram favorecidos e acumularam ganhos no mês. Quanto aos índices europeus, o IBEX 35 avançou graças às empresas expostas ao setor do turismo, bem como a outras de natureza mais cíclica, impulsionadas pelo dinamismo da economia espanhola. Por fim, os índices americanos também terminaram o mês e o trimestre com ganhos. O S&P 500 atingiu máximos históricos, impulsionado mais uma vez pelas empresas tecnológicas com maior exposição à inteligência artificial.

**Dólar fraco devido à descida das taxas e ao risco político nos EUA.** Em setembro, a moeda norte-americana encerrou o mês com uma depreciação generalizada – pelo terceiro mês consecutivo – face aos seus principais pares, nomeadamente o iene, o yuan e o dólar australiano, bem como face ao euro, embora em menor grau. O dólar revelou-se muito suscetível aos movimentos do mercado monetário que previam reduções rápidas e agressivas das taxas de juro da Reserva Federal. Para além disso, alguma da fraqueza também parece ser atribuível a vendas antes das eleições de novembro, cujo impacto na moeda é altamente incerto em qualquer cenário possível. Em contrapartida, o aumento dos riscos geopolíticos no Médio Oriente reforçou fortemente o dólar no início de outubro, uma vez que o dólar funcionou como um ativo de refúgio. Quanto às outras moedas, o iene prolongou em setembro a apreciação dos últimos três meses, graças a um Banco do Japão que, ao longo do mês, ofereceu algumas possibilidades de novas subidas das taxas. O yuan capitalizou, por outro lado, a subida generalizada dos ativos financeiros chineses provocada pelas medidas de estímulo. As referidas medidas também apoiaram a apreciação do dólar australiano, impulsionada pelo aumento dos preços dos metais, devido às expectativas de uma maior procura por parte da China.

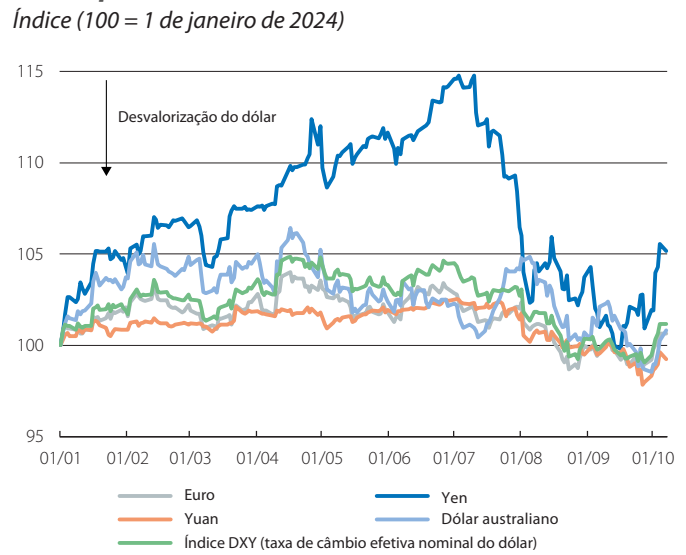
**Após um verão de quedas, as tensões no Médio Oriente fazem subir os preços do crude.** O petróleo fechou o mês de setembro com um verão de descida de preços, agravado no mês pelas notícias de que a Arábia Saudita se prepara para alterar a sua estratégia comercial, passando da acomodação da produção para atingir os 100 dólares por barril para, a partir de dezembro, procurar um aumento da produção da OPEP+ que lhe permita ganhar quota de mercado. A cotação do petróleo, que não foi impulsionada em setembro nem pelo estímulo chinês (que deveria aumentar a procura) nem pela escalada das tensões militares no Médio Oriente; sofreu um pico acentuado causado por este último fator na primeira semana de outubro, devido ao risco acrescido de escalada entre o Irão e Israel. Já os metais industriais capitalizaram as medidas de estímulo chinesas e o esperado aumento da procura, fechando um mês de ganhos. Finalmente, os futuros dos produtos alimentares registaram uma subida acentuada, nomeadamente do açúcar e dos cereais, devido a fenómenos climáticos extremos em vários grandes produtores, como o Brasil.

**Desempenho dos principais índices bolsistas**



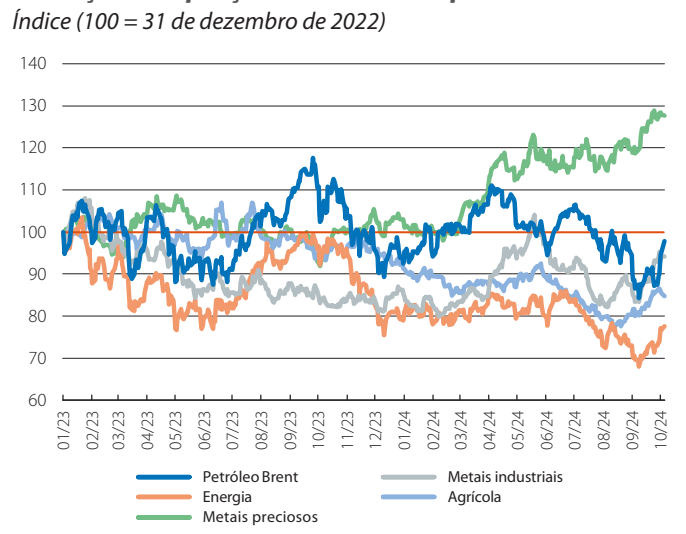
Fonte: BPI Research, a partir dos dados da Bloomberg.

**Desempenho de moedas selecionadas face ao dólar**



Fonte: BPI Research, a partir dos dados da Bloomberg.

**Evolução dos preços das matérias-primas**



Fonte: BPI Research, a partir dos dados da Bloomberg.

## Energia: revisão do cenário em tempos conturbados

Os preços das matérias-primas registaram uma descida acentuada desde julho último,<sup>1</sup> impulsionada pelo ajustamento em baixa das expectativas de crescimento global. O crude Brent merece uma menção especial, com o preço do barril a registar um notável pico de volatilidade. A conjugação dos receios de uma menor procura global de energia com um cenário de incerteza quanto à extensão da flexibilização monetária nos EUA desencadeou uma onda de vendas, levando o preço do barril de 87 USD para um mínimo de três anos de 69 USD.

Diante desta degradação das expectativas de crescimento da procura de crude, com dúvidas sobre a capacidade da oferta se ajustar ao novo cenário, considerámos adequado rever o nosso cenário central para os preços da energia, embora estejamos conscientes da dificuldade de incorporar o cenário geopolítico incerto nas previsões.

### A oferta de crude vai crescer mais rápido do que a procura

As expectativas sobre o aumento da procura de petróleo por parte da China desvaneceram-se após a confirmação de um abrandamento do seu crescimento económico no 2T 2024 (o PIB avançou 4,7% em termos homólogos no 2T 2024, contra 5,1% no 1T 2024). Esta informação evidenciou a deterioração substancial do consumo de crude no país, que, até agosto de 2024, acumula uma queda de 9% em relação ao nível máximo atingido em setembro do ano passado. Considerando que a China é o segundo maior consumidor mundial de crude (16,7 milhões de barris por dia [b/d] em 2023), atrás apenas dos EUA, e o maior importador líquido do mundo, esta queda alimentou dúvidas sobre o ritmo de crescimento da procura mundial de petróleo a curto prazo. Em função destes dados<sup>2</sup> e das esperanças limitadas de que a Zona Euro ou os EUA aumentem o ritmo da atividade industrial nos próximos meses, as principais agências internacionais de energia<sup>3</sup> reviram em baixa as estimativas de crescimento da procura de petróleo para este ano e para o próximo. Antecipam, em média, um crescimento para cerca de 103,4 milhões de b/d em 2024, cerca de 200.000 b/d menos do que o previsto em fevereiro.

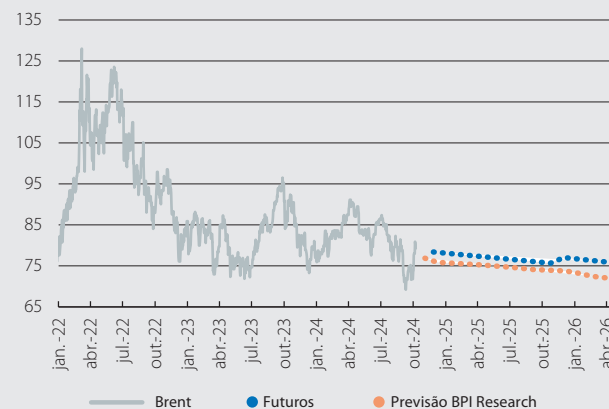
As medidas de política expansionista recentemente adotadas pelas autoridades chinesas no final de setembro,<sup>4</sup> bem como o potencial efeito de arrasto das reduções das taxas de juro nas economias avançadas, poderão ter um

1. O índice de matérias-primas S&P GSCI registou uma descida de 8,8% entre 1 de julho e 30 de setembro.

2. Ver, «China's slowdown is weighing on the outlook for global oil demand growth», IEA, setembro de 2024.

3. OPEP, IEA (International Energy Agency) e EIA (US Energy Information Administration).

### Preço do petróleo Brent (Dólar/barril)



Nota: Dados a 8 de outubro.

Fonte: BPI Research, a partir dos dados da Bloomberg.

impacto positivo na procura de petróleo, mas não o suficiente para impulsionar o seu crescimento a curto prazo.

Em contrapartida, a oferta mundial de petróleo parece sólida. Em 2025, a produção da OPEP e dos seus aliados (atualmente de 31,9 milhões de b/d), limitada há quase dois anos por acordos internos e cortes voluntários para manter o preço do barril acima dos 80 dólares, deverá aumentar progressivamente.<sup>5</sup> A oferta total poderá ser aumentada pela possibilidade de a Arábia Saudita optar por tentar manter a sua atual quota de mercado em vez de procurar um nível de preços elevados. Adicionalmente, a produção dos países não-OPEP (EUA, Canadá, Brasil e Guiana, entre outros), que nos últimos oito meses cresceu 3% para 70,9 milhões de b/d, poderá continuar a aumentar, de acordo com as estimativas da IEA, mais 1,5 milhões de b/d em 2025. Ainda assim, consideramos que o mercado petrolífero poderá começar a dar sinais de excesso de oferta por volta do próximo verão, o que favoreceria a descida dos preços. Acontece que este aumento da oferta também foi descontado na estrutura da curva de futuros do crude, com o estreitamento dos diferenciais de preços entre os prazos mais curtos.

Com base em todos estes elementos, decidimos reduzir as previsões do preço do Brent, desatualizadas neste novo contexto, para uma média de 80,4 dólares para 2024 (76

4. O último pacote de medidas aprovado centra-se sobretudo numa maior flexibilização monetária e, no momento em que escrevemos, ainda não são conhecidos os pormenores do anunciado pacote de estímulo orçamental. Acreditamos, além disso, que o seu impacto na procura de produtos de base e, em particular, no petróleo, será modesto e temporário, a menos que seja anunciado um plano exclusivo para o desenvolvimento de infraestruturas (um setor intensivo em *commodities*).

5. A partir de dezembro deste ano e ao longo dos próximos 12 meses, segundo a OPEP, os cortes serão anulados em função de um aumento da produção ao ritmo de 180.000 b/d por mês.

dólares em dezembro) e 74,7 dólares para 2025 (73,5 dólares em dezembro de 2025).

Contudo, estas previsões estão sujeitas a um elevado grau de incerteza, dado o aumento dos riscos geopolíticos nas últimas semanas. A acentuação do conflito entre Israel e o Hezbollah faz temer que estejamos no início de uma guerra mais vasta na região, envolvendo mais países, entre os quais o Irão.<sup>6</sup> Nesta circunstância, a guerra entre Israel e o Irão afetaria diretamente o abastecimento de crude e os canais de distribuição, e o preço do barril de petróleo aumentaria consideravelmente, podendo mesmo atingir os 100 dólares.

### A estabilidade prevalece no gás natural

Relativamente ao gás natural, desde o verão que o preço do TTF holandês (a referência mais utilizada no mercado europeu) tem estado sujeito a pressões de subida derivadas do aumento da procura asiática e de obstáculos temporários no fornecimento de gás por parte de alguns dos principais fornecedores (como a Austrália ou a Noruega), que levaram o preço para a zona dos 40 euros/MWh. No entanto, determinados aspetos como o clima ameno no hemisfério norte e a elevada percentagem de reservas estratégicas de gás natural na UE<sup>7</sup> limitaram os aumentos de preços.

Em relação aos próximos trimestres, acreditamos que a procura de gás natural no Velho Continente continuará a ser bastante fraca. A maior utilização de energias renováveis e nucleares, as medidas de eficiência energética, as temperaturas mais amenas e a apatia da indústria em muitos países resultaram numa diminuição do consumo de gás natural na UE<sup>8</sup> de 3,2% no primeiro semestre deste ano, em termos homólogos, e numa diminuição de -11% nas importações de gás natural liquefeito (GNL). Baseados no nosso cenário de crescimento económico para a Zona Euro,<sup>9</sup> esperamos que esta dinâmica da procura de gás se mantenha durante a maior parte do resto deste ano e no próximo ano.

Quanto à oferta de gás natural, esperamos que se mantenha bastante saudável. Por um lado, a quantidade total de GNL armazenado nos navios tem-se mantido acima da média dos últimos cinco anos desde o início do ano, o que assegura o aprovisionamento a curto prazo. Por outro

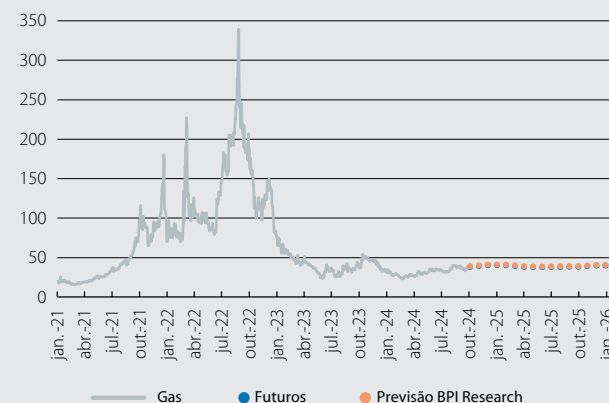
6. Em termos de produção de crude, o Irão é o terceiro maior produtor da OPEP (12,2% do total) e o quinto maior produtor mundial (4,8% do total). Controla também a passagem pelo Estreito de Ormuz, por onde passam diariamente 21 milhões de barris de crude, um quinto do consumo mundial de crude e derivados.

7. As reservas estratégicas da UE situavam-se em 94% no final de setembro.

8. Conforme dados do European LNG Tracker (atualizado em 24 de setembro), IEEFA.

9. Ver Focus «Modesta deterioração das expectativas de crescimento da economia internacional», neste mesmo Relatório Mensal.

### Preço do gás natural (Euros/MWh)



**Nota:** TTF, preço de referência do gás natural na Europa. Dados a 8 de outubro.  
**Fonte:** BPI Research, a partir dos dados da Bloomberg.

lado, prevê-se que a capacidade de exportação de GNL dos EUA e do Qatar aumente significativamente nos próximos trimestres (mais de 30.000 milhões de metros cúbicos no 4T 2024 nos EUA) e que os terminais da Austrália voltem a estar totalmente operacionais antes do final do ano. Estes fatores deverão ajudar a compensar o potencial declínio dos fluxos de gás natural da Rússia para a Europa por via terrestre, a partir de janeiro de 2025.<sup>10</sup>

Mesmo assim, revemos em alta o nosso cenário de preços e estimamos que o cenário de preços do gás permanecerá entre EUR 37 e 42/MWh no 4T 2024, e em torno de EUR 40/MWh durante a maior parte de 2025.

Em suma, a menos que as tensões no Médio Oriente continuem a aumentar e acabem por afetar os fluxos comerciais através do Estreito de Ormuz, os níveis de preços do petróleo que estimamos deverão servir de alavanca para impulsionar o crescimento global, bem como ajudar a inflação a aproximar-se dos objetivos dos bancos centrais e aumentar a probabilidade de uma aterragem suave das suas economias.

10. O acordo de trânsito de cinco anos para o gás natural da Rússia para a Europa, que passa pela Ucrânia (é transportado por terra e representa cerca de 4,5% do gás natural consumido na Europa), expira em 31 de dezembro de 2024. A recusa da Ucrânia em renovar o acordo implicaria o desvio dos fluxos através da Turquia e do Azerbaijão, com o risco de aumentar os custos e o volume de metros cúbicos em trânsito.

**Taxas de juro (%)**

	30-setembro	31-agosto	Varição mensal (p. b.)	Varição acum. em 2024 (p. b.)	Varição homóloga (p. b.)
<b>Zona Euro</b>					
Refi BCE	3,65	4,25	-60	-85,0	-85,0
Euribor 3 meses	3,28	3,49	-21	-63,0	-68,5
Euribor 12 meses	2,75	3,09	-34	-76,6	-146,1
Dívida pública a 1 ano (Alemanha)	2,47	2,83	-36	-79,4	-122,2
Dívida pública a 2 anos (Alemanha)	2,07	2,39	-32	-33,6	-114,2
Dívida pública a 10 anos (Alemanha)	2,12	2,30	-18	9,9	-84,5
Dívida pública a 10 anos (Espanha)	2,93	3,13	-21	-6,7	-114,4
Dívida pública a 10 anos (Portugal)	2,70	2,91	-21	4,5	-101,0
<b>EUA</b>					
Fed funds (limite superior)	5,00	5,50	-50	-50,0	-50,0
SOFR 3 meses	4,59	5,02	-42	-73,9	-82,2
Dívida pública a 1 ano	4,00	4,40	-40	-76,0	-147,8
Dívida pública a 2 anos	3,64	3,92	-28	-60,9	-150,9
Dívida pública a 10 anos	3,78	3,90	-12	-9,8	-101,5

**Spreads da dívida corporativa (p. b.)**

	30-setembro	31-agosto	Varição mensal (p. b.)	Varição acum. em 2024 (p. b.)	Varição homóloga (p. b.)
Itraxx Corporativo	59	52	6	0,3	-24,4
Itraxx Financeiro Sénior	67	60	7	0,1	-31,5
Itraxx Financeiro Subordinado	121	107	13	-2,1	-61,2

**Taxas de câmbio**

	30-setembro	31-agosto	Varição mensal (%)	Varição acum. em 2024 (%)	Varição homóloga (%)
EUR/USD (dólares por euro)	1,114	1,105	0,8	0,9	6,4
EUR/JPY (ienes por euro)	159,940	161,490	-1,0	2,7	2,5
EUR/GBP (libras por euro)	0,833	0,841	-1,1	-4,0	-3,9
USD/JPY (ienes por dólar)	143,630	146,170	-1,7	1,8	-3,6

**Matérias-primas**

	30-setembro	31-agosto	Varição mensal (%)	Varição acum. em 2024 (%)	Varição homóloga (%)
Índice CRB de matérias primas	540,3	536,4	0,7	5,9	-1,4
Brent (\$/barril)	71,8	78,8	-8,9	-6,8	-21,1
Ouro (\$/onça)	2.634,6	2.503,4	5,2	27,7	44,5

**Rendimento variável**

	30-setembro	31-agosto	Varição mensal (%)	Varição acum. em 2024 (%)	Varição homóloga (%)
S&P 500 (EUA)	5.762,5	5.648,4	2,0	20,8	36,2
Eurostoxx 50 (Zona Euro)	5.000,5	4.958,0	0,9	10,6	22,1
Ibex 35 (Espanha)	11.877,3	11.401,9	4,2	17,6	29,6
PSI 20 (Portugal)	6.792,9	6.760,2	0,5	6,2	15,2
Nikkei 225 (Japão)	37.919,6	38.647,8	-1,9	13,3	21,4
MSCI emergentes	1.170,9	1.099,9	6,4	14,4	24,7